

TRUNG LẬP

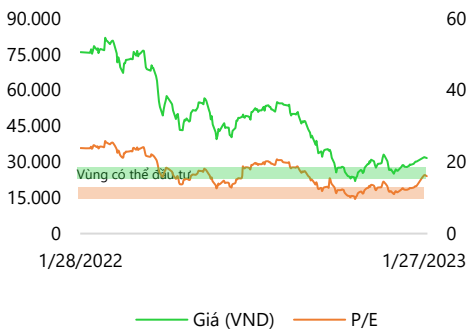
Giá mục tiêu: **36.600 VND**

Cập nhật: 30/01/2023

Triển vọng 2023

- **Tích cực:** Giá thuê tăng do thiếu nguồn cung, ghi nhận doanh thu từ Hữu Phước.
- **Tiêu cực:** Chi phí phát triển dự án tăng.

Khuyến nghị: DSC đánh giá câu chuyện tăng trưởng của SZC trong năm tới không quá sáng, nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu khi giá đủ rẻ, có thể ở vùng dưới 20.000 VND, tương ứng với mức P/E 10 lần.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	BĐS KCN
Giá hiện tại (VND/cp)	31.550
Vốn hóa (Tỷ VND)	3.160
Số lượng CPLH (triệu cp)	100
EPS 4 quý gần nhất	1.974
P/E	16,2
Cao nhất 52 tuần	83.300
Thấp nhất 52 tuần	20.500

SZC

CTCP Sonadezi Châu Đức

DSC

TỔNG QUAN

CTCP Sonadezi Châu Đức, thuộc Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu công nghiệp, là một doanh nghiệp nhỏ, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực Bất động sản khu công nghiệp. Địa bàn hoạt động của doanh nghiệp thuộc trình Bà Rịa-Vũng Tàu, một trong 4 đặc khu kinh tế xung quanh TP.HCM và đang có mức phát triển hạ tầng hàng đầu Việt Nam.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Quỹ đất tốt vị trí tương đối đẹp, còn nhiều dư địa để cho thuê trong tương lai

Sở hữu quỹ đất KCN-đô thị 2.287 ha, vị trí đắc địa tại Bà Rịa-Vũng Tàu, gần sân bay Long Thành, cụm cảng Thị Vải-Cái Mép, cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu với khoảng cách chỉ trên dưới 10 km đường bộ. Trong đó, cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ là một trong 2 cảng đóng vai trò đặc biệt quan trọng với chức năng là cửa ngõ và cảng trung chuyển quốc tế. Trong đó, khoảng 1.109 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê. **Tỷ lệ lấp đầy mới đạt khoảng 67% tính đến hết quý 3, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực phía Nam là 85% nên còn nhiều dư địa cho tăng trưởng doanh thu.**

Khu dân cư Hữu Phước là động lực mạnh mẽ trong trung – dài hạn

Vào 4/11 đã bắt đầu bàn giao shophouse và ghi nhận hơn 67 tỷ doanh thu. **Giai đoạn 2023-2024 có thể sẽ là trọng điểm bàn giao cả các lô shophouse và đất nền**, ghi nhận tương đối mạnh về cả doanh thu lẫn lợi nhuận khi biên lợi nhuận của dự án này cực kỳ cao. Trên báo cáo tài chính Q4/2022, khoảng 1.300 tỷ đã kết chuyển từ dở dang dài hạn sang hàng tồn kho, chứng tỏ một lượng dự án đang sẵn sàng bàn giao vào tương lai gần.

Khoản chi phí lãi vay chưa ghi nhận xong cùng chi phí phát triển dự vẫn tiếp diễn xu hướng tăng sẽ là thách thức đáng kể nhất cho tình hình kinh doanh.

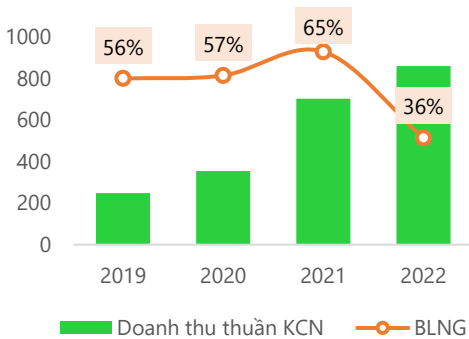
KẾT QUẢ KINH DOANH

Đa dạng mảng kinh doanh, chủ yếu phục vụ lĩnh vực cốt lõi

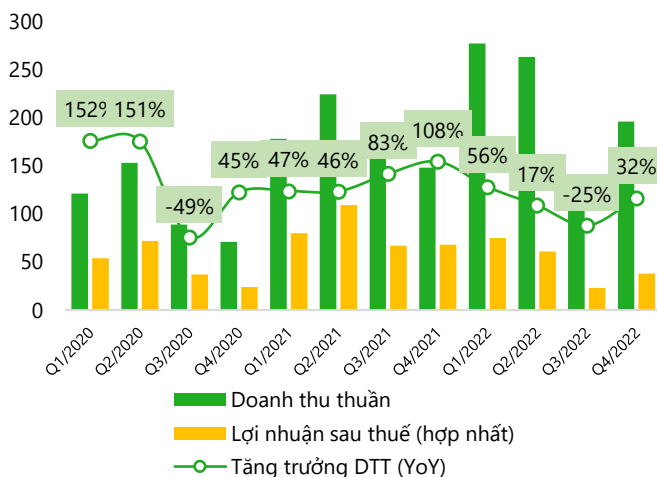
- SZC có khá nhiều mảng kinh doanh, trong đó cốt lõi vẫn là cho thuê đất KCN với tỷ trọng doanh thu chủ yếu, mảng BĐS Dân cư cũng bắt đầu đóng góp từ năm 2022, ngoài ra, các mảng như sân Golf, dịch vụ cung cấp điện nước khác đều đang chịu lỗ hoặc gần như hòa vốn, những mảng này chủ yếu để tăng tính cạnh tranh và tiện ích cho KCN cũng như KDC.

Tỷ lệ sinh lời tiếp tục bó hẹp dù đã bắt đầu ghi nhận doanh thu KDC với biên lợi nhuận 80%

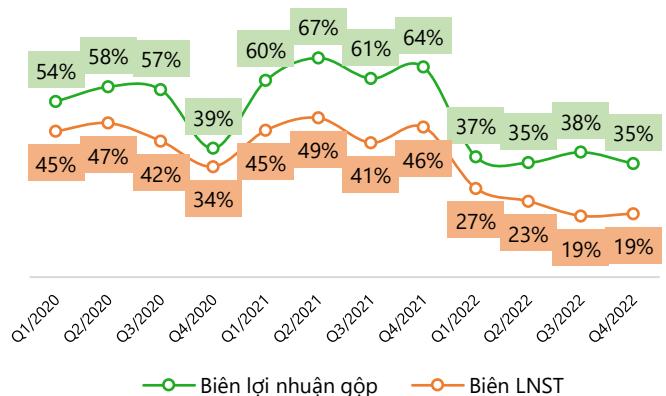
- Tính cả năm 2022, doanh thu đạt 859 tỷ đồng (+20% YoY), LNG đạt 310 tỷ (-32% YoY), LNST đạt 197 tỷ (-39% YoY), chủ yếu do chi phí bồi thường GPMB tăng mạnh theo giá đất của Bà Rịa-Vũng Tàu, trong khi đó hoạt động kinh doanh sân golf vẫn đang chịu lỗ, cùng với chi phí lãi vay tăng mạnh so với năm trước, khiến biên lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng.
- Riêng quý 4, doanh thu đạt 196 tỷ đồng (+32% YoY, +59% QoQ), nhờ vào việc khu dân cư Hữu Phước bắt đầu bàn giao một số lô shophouse vào cuối năm 2022. Biên lợi nhuận gộp mảng này cao vượt trội như dự đoán của chúng tôi, lên đến 80%, chiếm tỷ trọng khoảng 62% lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, do các mảng còn lại lỗ lên tới khoảng 37 tỷ, kéo biên lợi nhuận của công ty tiếp tục lẹt đẹt.



KẾT QUẢ KINH DOANH



BIÊN LỢI NHUẬN



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quỹ đất tốt vị trí tương đối đẹp, còn nhiều dư địa để cho thuê trong tương lai

Quỹ đất

Khu công nghiệp	1556 ha
Khu dân cư	579 ha
Sân golf	152 ha

- Quỹ đất của SZC gói gọn trong 1 quần thể KCN-đô thị 2.287 ha, thuộc địa phận tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu – địa phương có tốc độ tăng trưởng hạ tầng tốt nhất hiện tại, gần sân bay Long Thành (40 km), cụm cảng Thị Vải-Cái Mép (30 km), cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu (10 km). Trong đó, cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ là một trong 2 cảng đóng vai trò đặc biệt quan trọng với chức năng là cửa ngõ và cảng trung chuyển quốc tế.
- Mặc dù vậy, vị trí của Châu Đức chưa phải là đắc địa nhất so với cụm KCN ở khu vực Phú Mỹ (ngay gần sông Đồng Nai), nên giá thuê cũng như mức lấp đầy thường tăng chậm hơn (giá thuê của SZC hiện tại khoảng 85 USD/m²/chu kỳ, trong khi ở khu vực Phú Mỹ là trên 100 USD/m²/chu kỳ). Vì thế nên, trong bối cảnh các KCN “hot” tại Phú Mỹ không còn đất để thuê, nhu cầu sẽ dần chảy về các KCN lân cận, tiêu biểu nhất sẽ là KCN Sonadezi Châu Đức bởi sức hút của Sân bay Long Thành và cảng Cái Mép-Thị Vải là cực kỳ lớn.
- Tính đến quý 3/2022, còn khoảng 1.109 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê. Tỷ lệ lấp đầy mới đạt khoảng 67% tính đến hết quý 4, thấp hơn nhiều so với trung bình khu vực phía Nam là 85% nên còn nhiều dư địa để cho thuê.
- Giá thuê khu vực BR-VT tăng trưởng nhanh nhất khu vực phía Nam với 18% YoY và có thể duy trì 8-10% YoY trong những năm tới.

Khu dân cư hữu phước là động lực mạnh mẽ trong trung – dài hạn

- Dự án KDC Hữu Phước được phát triển chủ yếu nhằm mục đích đáp ứng nhu cầu sinh hoạt của các CBCNV, chuyên gia làm việc trong KCN. Dự án này hoàn toàn được bán cho các cán bộ công nhân viên gắn bó lâu năm với doanh nghiệp, không bán thẳng ra thị trường.
- Tổng diện tích thương phẩm: 40 ha

Sản phẩm	Diện tích (m2)		GD1 (25 ha)	GD2 (15 ha)	Tổng	Giá (tỷ VND)
Shophouse (xây sẵn)	7x32	224	94	70	164	5-5.5
Nhà Liền Kề (đất nền)	7x25	175	141	243	384	1.2
Nhà Liền Kề (đất nền)	7x28	196	126		126	1.4



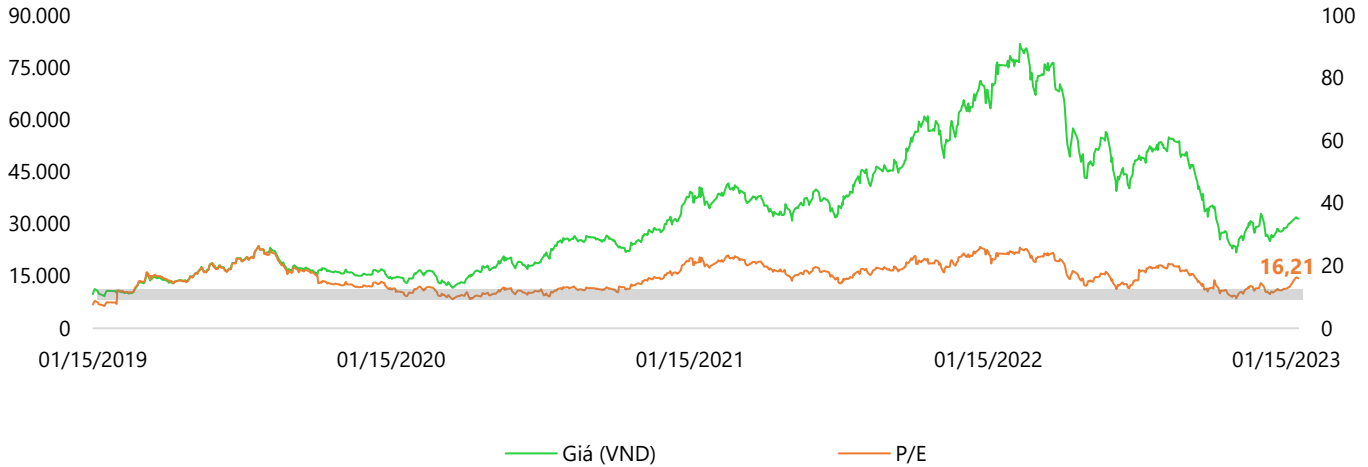
- Trong đó, theo thông tin DSC thu thập, giai đoạn 1 đã bán hết sản phẩm đất nền và shophouse cho các cán bộ công nhân viên, giá ưu đãi khoảng 1,2-1,4 tỷ / 1 mảnh đất nền và 5-5,5 tỷ / 1 shophouse.
- Vào 4/11/2022, công ty đã bắt đầu bàn giao khoảng 12-15 căn shophouse và ghi nhận hơn 67 tỷ doanh thu.
- Giai đoạn 2023-2024 có thể sẽ là trọng điểm bàn giao cả các lô shophouse và đất nền, ghi nhận tương đối mạnh về cả doanh thu lẫn lợi nhuận khi biên lợi nhuận của dự án này cực kỳ cao. Trên báo cáo tài chính Q4/2022, khoảng 1.300 tỷ đã kết chuyển từ dở dang dài hạn sang hàng tồn kho, chứng tỏ 1 lượng dự án đang sẵn sàng bàn giao.

ĐỊNH GIÁ

P/E đã qua khu vực hấp dẫn nhất

- Hiện tại, cổ phiếu SZC đang giao dịch với mức P/E là 16,2 lần, thấp hơn so với trung bình 3 năm (17 lần) nhưng cao hơn trung bình ngành (14,5 lần). Tuy nhiên mức P/E này đã vượt qua khu vực thấp và hấp dẫn nhất 10-14 lần, chính vì thế DSC đánh giá đây chưa phải vùng rẻ của cổ phiếu nhất là khi câu chuyện tăng trưởng của SZC không quá mạnh.
- SZC trả cổ tức bằng tiền đều đặn với tỷ lệ 4-10% từ 2014 đến nay, 3 năm gần nhất công ty trả tỷ lệ 10%. Tỷ suất cổ tức thấp hơn lãi gửi ngân hàng.

BIỂU ĐỒ GIÁ



- DSC dự phóng doanh thu 2023 của SZC phụ thuộc lớn vào quá trình bàn giao dự án Hữu Phước, trong khi hoạt động cho thuê đất KCN có thể tạm thời trũng lại, đạt khoảng 1.036 tỷ (+21% YoY) và LNST đạt khoảng 269 tỷ (+36% YoY). Sử dụng phương pháp P/E và RNAV, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 36,700 VND/cp (Upside 15% so với giá đóng cửa ngày 30/1/2023).
- Thông kê báo cáo phân tích mới nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu SZC, giá mục tiêu bình quân là 45.400 VND, upside 67% so với giá đóng cửa ngày 30/1/2023.

RỦI RO

Khoản nợ vay lớn, chi phí lãi vay dồn từ quá khứ đẩy sang hiện tại

- SZC nhiều năm nay đã sử dụng thủ thuật vốn hóa chi phí lãi vay vào tài sản dở dang giúp chi phí tài chính của SZC bị thấp so với thực tế trong nhiều năm.
- Tuy nhiên thủ thuật này chỉ mang tính dịch chuyển chi phí thay vì ghi nhận ở hiện tại thì đẩy sang tương lai, khi các dự án được vốn hóa bắt đầu bàn giao ghi nhận doanh thu. Chính vì thế, vào quý 2/2022, chi phí lãi vay đã thiết lập mức nền mới từ trên dưới 2 tỷ/quý và những năm trước lên trên dưới 10 tỷ trong 3 quý gần nhất.

- Mặc dù vậy, theo chúng tôi đánh giá, mức chi phí lãi vay của SZC trong những quý tới sẽ duy trì ở mức này khi chi phí lãi vay cho các lô dân cư ghi nhận vào giá vốn, biên lợi nhuận của dự án Hữu Phước vẫn rất khả quan.

Chi phí phát triển dự án khó có thể dừng tăng

- Sự phát triển hạ tầng của Bà Rịa – Vũng Tàu là động lực cho giá thuê nhưng đồng thời khiến chi phí GPMB cũng tăng mạnh mẽ hơn. SZC đang trực tiếp gánh chịu rủi ro này khi năm nay họ phải điều chỉnh chi phí giải phóng mặt bằng, khiến giá vốn tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp thu lại từ 58% về 36%.
- Từ đó có thể ảnh hưởng xấu tới biên lợi nhuận của SZC trong tương lai gần khi công ty còn khoảng trên 200 ha chưa GPMB, khu vực có khá nhiều dân cư, và hiện tại cũng đã và đang gây khó dễ cho công tác đền bù về vấn đề giá.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
Giám đốc Khối Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Nguyễn Gia Khánh,
Chuyên viên Phân tích
khanh.ng@dsc.com.vn

Nguyễn Thị Bích Diệp,
Chuyên viên Phân tích
diep.ntb@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Quốc Văn,
Chuyên viên Phân tích
van.nq@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Chuyên viên Phân tích
hiep.nh@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Phạm Văn Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn